

Land: Schweiz
 Industrie: Energie
 Juli 1998

Kurt Hess +41 (1) 333 24 15

kurt.hess@csfb.com

Emittentenprofil

ENAG Energiefinanzierungs AG

Zwei Strombezugsrechte von der französischen EDF

Die ENAG Energiefinanzierungs AG (ENAG) wurde 1990 zur Finanzierung langfristiger Strombezugsrechte (SBR) gegründet. Insbesondere hat sie die Rechte und Pflichten zweier SBR übernommen, welche die Elektrizitätsgesellschaft Laufenburg von der Electricité de France (EDF) erworben hat und unter welchen die ENAG nach einer Vorauszahlung von rund CHF 1.5 Mrd. für 25 Jahre Bandenergie von 2 x 200 MW Leistung aus dem EDF-Kraftwerkspark beziehen kann. Das erste Rechte läuft seit dem Jahr 1995, das zweite ab dem Jahr 2000. Der Bezugspreis ist an einen fossilen Brennstoffpreisindex gekoppelt und entspricht den variablen Kosten der erzeugten Energie. Letztes Jahr betrug er ca. 1.3 Rp./kWh.

Stromabnahmeverpflichtung der Partner zu kostendeckenden Preisen

Die ENAG ist keine operative Gesellschaft, welche für den Verkauf des bezogenen Stromes aktiv werden muss. ENAG gibt diesen lediglich zu Gesteungskosten plus einer kleinen Marge an die Partner weiter. Die Partner haben sich nämlich im Verhältnis der von ihnen übernommenen SBR zur Übernahme der Jahreskosten der ENAG verpflichtet. Zu diesen Jahreskosten gehören insbesondere die Verzinsung und die Amortisation der aufgenommenen Fremdmittel.

Beteiligung der Partner an den beiden Strombezugsrechten (SBR)

	SBR 1 (MW ab 1995)	SBR 2 (MW ab 2000)	Total (MW)	Total in %
Centralschweizerische Kraftwerke (CKW)	50	50	100	25%
Elektrizitätsgesellschaft Laufenburg AG (EGL)	70	78	148	37%
Kraftwerke Brusio AG	40	20	60	15%
Kraftwerke Sernf-Niedererbach AG	0	12	12	3%
Schweizerische Bundesbahnen (SBB)	40	40	80	20%
Total	200	200	400	100%

Quelle: ENAG Geschäftsbericht 1997

Stranded Investments ...

Im Zusammenhang mit der Liberalisierung des Schweizer Elektrizitätsmarktes hat der Begriff der «Stranded Investments» oder «Nichtamortisierbare Investitionen» Eingang in das allgemeine Vokabular gefunden. In der Tat kann man sich fragen, in welchem Ausmass Abschreibungsbedarf für die beiden SBR im Preisumfeld eines freien Marktes bestehen würde. Nimmt man an, dass ein solcher Preis 5.5 Rp./kWh betragen würde, haben wir für ENAG Stranded Investments im Betrag von ca. 500 - 600 Mio. berechnet¹. Damit hätten die beiden SBR einen Ertragswert von rund CHF 1.7 Mrd., also noch deutlich mehr als die ausstehenden Obligationenschulden von CHF 1.35 Mrd.

... kein direktes Problem der ENAG

Wie gross die Stranded Investments wirklich sind, hängt letztlich von den Absatzmöglichkeiten der Partner ab. ENAG tritt ja wie gesagt nicht am Markt auf und die Partner sind zur Übernahme und damit zur Verwertung der bezogenen Energie verpflichtet. Müsste ein Partner beispielsweise seinen Anteil zu gegenwärtigen Spotmarktpreisen zu 3-3.5 Rp./kWh verkaufen (weil ihm langfristige Absatzverträge fehlen), wären seine Stranded Investments natürlich viel höher.

Hinter ENAG-Partnern stehen führende Energiekonzerne und die öffentliche Hand

Für die Bonitätseinstufung der ENAG ist in erster Linie die Kreditqualität der Partner entscheidend. In unserer Bonitätsstudie vom Dezember 1997 haben wir mit Ausnahme des KW Brusio (kein Rating) alle diese Gesellschaften mindestens mit Single-A eingestuft. Diese hohen Ratings erklären sich zu einem wesentlichen Teil durch die starken Elektrizitätskonzerne und Schuldner der öffentlichen Hand, welche als Aktionäre hinter den ENAG-Partnern stehen.

CKW und EGL sind Teil der WATT AG, der verselbständigte Energieteil der ehemaligen Elektrowatt-Gruppe. WATT wiederum wird zu 30% von der NOK (grösstes öffentliches Überlandwerk im Besitz der Ostschweizer Kantone) und zu 49% von den führenden süddeutschen Energieversorgern Energie Baden-Württemberg und Bayernwerke kontrolliert. Zu den Aktionären der Kraftwerke Brusio gehören neben dem Kanton Graubünden (41%) zu je 22% die EGL und das Überlandwerk ATEL. Die Kraftwerke Sernf-Niedererbach sind im Besitz der Städte St. Gallen und Rorschach sowie der Glarner Gemeinde Schwanden. Die Besitzverhältnisse der SBB schliesslich dürften jedermann bekannt sein.

Bonitätseinstufung: Single-A-Qualität

Aufgrund dieser Partnerstruktur haben wir in der erwähnten Elektrizitätsstudie die Verbindlichkeiten der ENAG mit Single-A eingestuft.

¹ Annahmen dieses vereinfachten Modells: Marktpreis 5.5 Rp./kWh, Cash Operating Costs (Bezugpreis + Steuern) 1.36 Rp./kWh, gewichtete Restlaufzeit beider SBR 22 Jahre, Diskontfaktor 6%, Energiemenge pro Jahr: 3'500 GWh.

Ausstehende ENAG-Anleihen	Valor	Coupon	Laufzeit / Call	Betrag (CHF Mio.)
	018591	6 1/8 %	93 - 29.01.2003 / 2001	100
	040358	5 1/2 %	93 - 05.03.2003	100
	105590	7%	90 - 30.05.2000	100
	105591	6 3/4 %	90 - 31.07.2000 / 1998 (vorzeitig gekündigt)	150
	105592	7%	91 - 31.01.2001	100
	105593	6 1/2 %	91 - 06.05.2001	100
	105594	7%	92 - 10.01.2002 / 2000	100
	105595	6 1/2 %	92 - 28.02.2002 / 2000	100
	105596	7%	92 - 12.06.2003 / 2001	100
	105597	7 1/4 %	92 - 31.07.2003 / 2001	100
	105598	6 5/8 %	92 - 20.11.2002	100
	227587	4 5/8 %	94 - 31.05.2002	100
	631258	3 1/2 %	97 - 25.06.2004	100
Total				1'350

Quellen: ENAG Geschäftsbericht, Bloomberg

This material was produced by Credit Suisse First Boston ('CSFB'), Zurich. It is distributed in Japan by Credit Suisse First Boston Securities (Japan) Limited, and elsewhere in the world by CSFB, or an authorized affiliate of CSFB (such entities and their associate persons, the "Companies"). The Companies may, to the extent permitted by law, participate or invest in other financing transactions with the issuer of the securities referred to herein (the "Securities"), perform services for or solicit business from such issuers, and/or have a position or effect transactions in the Securities or options thereof. CSFB may to the extent permitted by applicable Swiss law and other applicable law or regulation, act upon or use the above material or the conclusions stated above or the research or analysis on which they are based before the material is published to recipients. This document is not to be used or considered as an offer to sell or solicitation of an offer to buy securities. Information and opinions contained herein have been compiled or arrived at by CSFB from sources believed to be reliable, but none of the Companies accepts liability for any loss arising from the use hereof or makes any representations as to their accuracy or completeness. This document is not to be relied upon as such or used in substitution for the exercise of independent judgment. Unless otherwise permitted by law in the applicable jurisdiction, only authorized affiliates of CSFB will effect orders for securities from customers in such jurisdiction.

NOT FOR DISTRIBUTION INTO THE UNITED STATES OR TO US PERSONS UNDER ANY CIRCUMSTANCES.

© 1998 CREDIT SUISSE FIRST BOSTON
Published in German and English